

分析师： 吴云英 (8621)68751781 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 张明洪 (8621)68751781 zhangmq@cjsc.com.cn

石化储运需求受偶然影响，仍然看好 12 年扩产期

事件描述

恒基达鑫今日公布 2011 年中期报告，报告期内，公司上半年实现营业收入 8124.89 万元，同比增长-6.69%；营业成本 3311.26 万元，较去年同期减少 780.69 万元，降幅 19.08%；实现归属于母公司所有者净利润 2616.29 万元，同比增长 1.08%；实现 EPS 为 0.22 元，去年上半年实现 EPS 0.21 元。其中，2 季度实现营业收入 4078.39 万元，同比下降 11.10%，环比 1 季度增长 0.79%；2 季度营业成本为 1467.12 万元，同比下降 27.85%，环比 1 季度下降 20.44%；2 季度整体毛利率为 64.03%，较 1 季度增加 9.6%；实现归属于上市公司所有者净利润 1447.76 万元，同比下降 8.88%；2 季度实现 EPS 为 0.12 元，1 季度为 0.10 元。

我们认为：

- 1) 境外客户业务量锐减，固有产能限制境内收入增量是公司上半年营收同比下滑主因；
- 2) 折旧制度调整使成本大幅减少，仓储业务毛利率提升明显，维持上半主业盈利同比增长；
- 3) 财务费用下降对冲营业外收入减少，间接贡献部分盈利；
- 4) 境外收入大幅下滑有偶然因素，看好石化长期需求，给予“谨慎推荐”

公司上半年表现不佳，主要是由于境外收入大幅减少。我们认为，下半年石油供应紧俏度将较上半年有所放松，而我国能源需求的长期存在，长三角和珠三角地区已经形成的成熟的产业及其配套，使得公司今年所面对的市场动荡属于偶发动荡。从长期来看，石化需求将保持良好增速。依然看好公司在 12 年新罐投产带来的业绩爆发机会。我们预计，公司下半年可以实现 EPS 0.206 元。2011-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.426 元、0.630 元和 0.780 元，对应未来三年业绩增速分别为 2.4%、47.88%和 23.81%。给予“谨慎推荐”。

事件评论

第一，境外客户业务量锐减，固有产能限制境内收入增量是公司上半年营收同比下滑主因

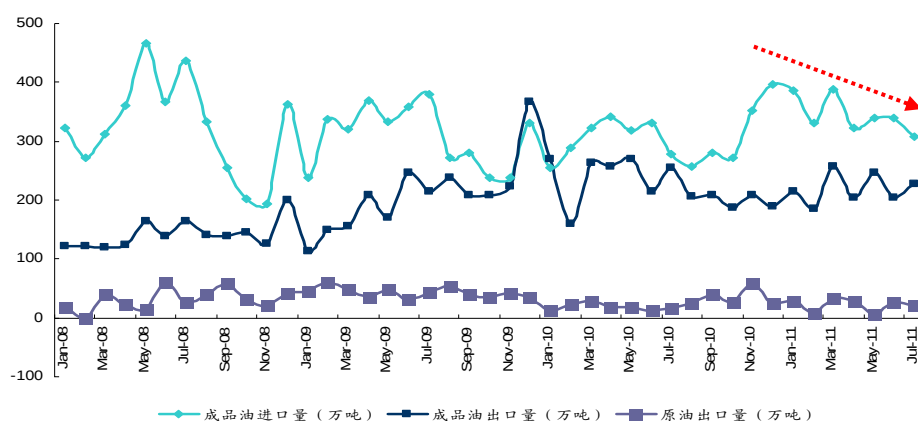
上半年公司整体营业收入减少 582.14 万元，较去年同期下降 6.69%，究其原因，我们认为主要是受到以下 3 方面的影响：

1) 油品进出口下滑，外贸客户收入大幅减少：

上半年我国原油净进口以及成品油进口量呈现持续下滑之势，同时公司外贸客户收入仅 3367.90 万元，较上年同期减少 1010.36 万元，下降 23.08%。而境外客户的减少直接影响公司的装卸业务量和收入减少以及代理业务收入减少。

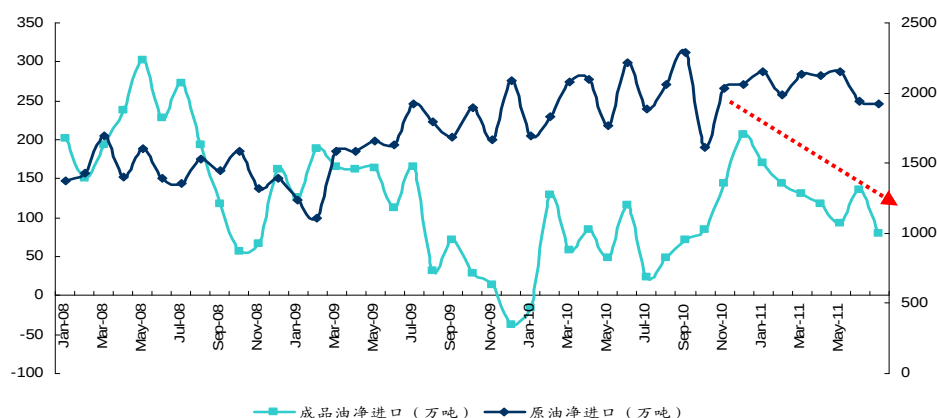
以每吨装配 20 元计算，装配量同比减少 20 万吨。代理业务较去年同期减少 105.08 万元，同比下滑 30.39%。

图 1: 11 年上半年成品油进口量一直下滑



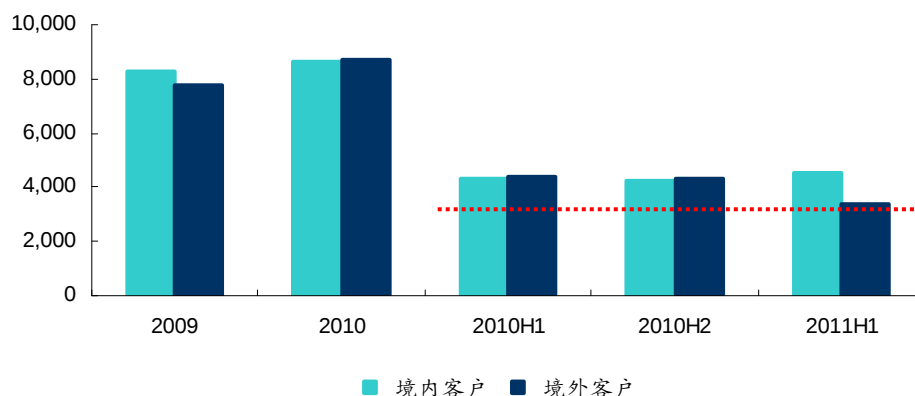
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2: 11 年上半年成品油净进口逐月走低



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3: 上半年境外客户收入锐减



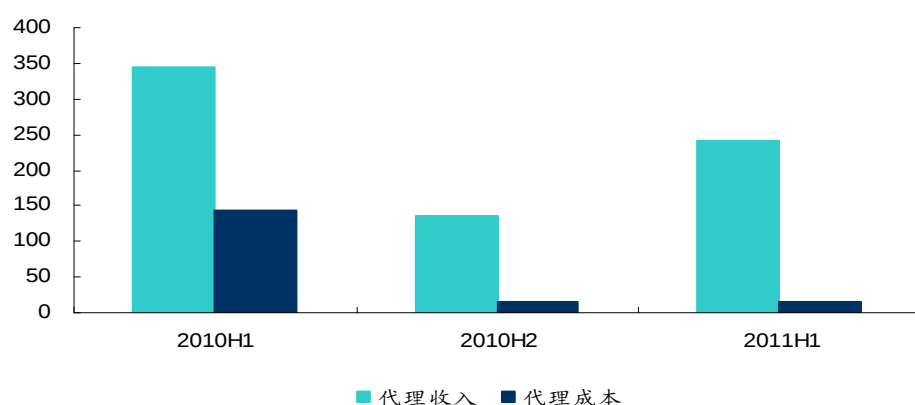
资料来源: Wind, 长江证券研究部

表 1: 上半年装卸收入同比下滑

	2007	2008	2009	2010	2010H1	2010H2	2011H1
装卸收入	4,496.29	5,255.62	7,128.17	7,818.34	3,947.82	3,870.52	3,556.75
装卸成本	1,741.70	1,817.37	3,215.18	3,350.36	1,642.33	1,708.03	1,540.18
装卸毛利率	61.26%	65.42%	54.89%	57.15%	58.40%	55.87%	56.70%
装卸收入同比		16.89%	35.63%	9.68%			-9.91%
装卸成本同比		4.34%	76.91%	4.20%			-6.22%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4: 上半年代理收入同比下滑



资料来源: Wind, 长江证券研究部

2) 地域限制, 化工品需求下降使公司化工罐收入受影响:

由于受到运输半径的限制, 石化物流行业竞争具有明显的地域性。基于此限制, 公司的上半年发展受到了地理位置的

制约，在当地中心制造业处境艰难的大环境下，化工产品仓储客户的需求，有所下降。而公司目前在珠海和扬州分别拥有 15.6 万立方米和 5.6 万立方米的化工品专用储罐，合计占公司目前总罐容的 37.57%。

3) 市场储罐需求结构有所转变，公司储罐产能无法灵活调配满足市场结构波动：

国际环境变化，利比亚事件后，国际油价一路走高，高价直接带来轻质油品的客户需求上升。（纽约期交所交易布伦特原油即为轻质油品，而重质油品为石油中含碳量较高的那部分碳氢化合物，主要用于裂解生产化工原料。）公司化工品罐无法换装油品且 2011 上半年并没有新油品罐投产，使上半年公司产能无法满足客户的增长需求，（公司目前珠海与扬州合计拥有 47.2 万立方米的油品储罐，其中珠海占 29.2 万立方米，扬州为 18 万立方米。）出现了储罐现状与少部分客户需求不相一致的情况。在客户的需求增量无法满足的情况下，公司上半年油品储罐的收入应和去年同期相差不大。

表 2：珠海公司化工罐和油品罐分用

库区	罐容（立方米）	数量	储罐类型	分类	总罐容
1 区	1,500	1	固定顶，保税罐	化工品	1500
	2,000	3	固定顶，1 个不锈钢罐	化工品	6000
	3,000	2	固定顶	化工品	6000
2 区	1,500	5	3 个固定顶，2 个内浮顶	化工品	7500
	3,000	1	固定顶、保税储罐	化工品	3000
	5,000	1	固定顶	化工品	5000
3、4、5 区	1,500	4	3 个内浮顶，1 个固定顶，其中 1 个保税罐	化工品	6000
	2,000	4	2 个固定顶，2 个内浮顶，其中 1 个不锈钢储罐	化工品	8000
	3,000	3	2 个固定顶，1 个内浮顶，其中 1 个保税储罐	化工品	9000
	4,000	3	固定顶，1 个保税储罐，1 个不锈钢储罐	化工品	12000
	5,000	10	5 个固定顶，5 个内浮顶，1 个保税储罐	化工品	50000
	21,000	2	内浮顶	化工品	42000
				化工品小计	156000
6 区	50,000	1	内浮顶，保税罐	油品	50000
	25,000	1	内浮顶，保税罐	油品	25000
	10,000	2	内浮顶，保税罐	油品	20000
	3,000	1	内浮顶，保税罐	油品	3000
	5,000	1	固定顶，不锈钢储罐，保税罐	油品	5000
7 区	4,000	1	内浮顶，保税罐	油品	4000
	10,000	1	内浮顶，保税罐	油品	10000
	15,000	1	内浮顶，保税罐	油品	15000
	37,000	2	内浮顶，保税罐	油品	74000
	43,000	2	内浮顶，保税罐	油品	86000
				油品小计	292000

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 3：扬州公司化工罐和油品罐分用

仓储品种	储罐容量（立方米）	储罐数量（台）	储罐类型	分类	总罐容
燃料油	30,000	4	固定顶罐	油品	120000

汽油	5,000	6	内浮顶罐	油品	30000
柴油	5,000	4	固定顶罐	油品	20000
船用燃料油	5,000	2	固定顶罐	油品	10000
油品小计					180000
甲基叔丁基醚 (MTBE)	5,000	2	内浮顶罐	化工品	10000
混合芳烃	5,000	2	内浮顶罐	化工品	10000
二甘醇	2,000	2	固定顶罐	化工品	4000
甲醇	5,000	3	内浮顶罐	化工品	15000
甲苯	5,000	1	内浮顶罐	化工品	5000
苯/醋酸乙酯	2,000	2	内浮顶罐	化工品	4000
化工品小计					48000
液化气/C3、C4	2,000	2	压力球罐	化工品	4000
丙烯	2,000	2	压力球罐	化工品	4000
化工品小计(液化气)					8000

资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，折旧制度调整使成本大幅减少，仓储业务毛利率提升明显，维持上半主业盈利同比小幅增长

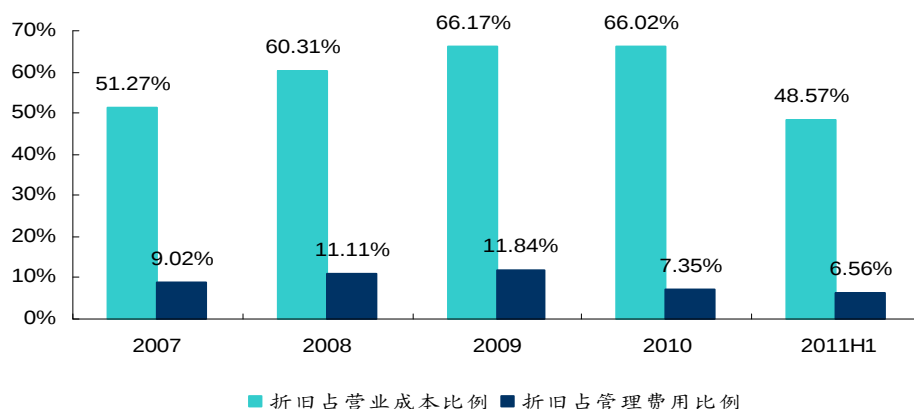
上半年公司整体成本较去年同期减少 780.69 万元，同比下降 19.08%。成本的下降主要是由于公司固定资产折旧处理上的改变。公司固定资产折旧费用占成本和费用比重较大，平均在 60%以上。折旧调整后，今年上半年公司营业成本中折旧费用占比大幅下滑，占比为 48%，较 2010 年水平减少 18%，与上半年成本同比降幅基本持平。受此影响，公司上半年整体毛利率有所提升，较去年同期提升 6.25%。而最直接的影响则是仓储业务，公司仓储业务毛利有大幅提升，较去年同期提升 11.67%。综合以上，主营业务上半年盈利 4813.63 万元，较去年同期增长 4.3%。

表 4：折旧变更方案

资产分类	变更前		变更后	
	折旧年限	年折旧率	折旧年限	年折旧率
码头设施	20 年	4.50%	25 年	3.80%
储罐设施	10 年	9%	20 年	4.75%
管线设施	10 年	9%	20 年	4.75%

同时将固定资产净残值率从 10%调整为 5%。

资料来源：Wind，长江证券研究部

图 5：折旧变动使上半年营业成本中折旧费用大幅减少


资料来源：Wind，长江证券研究部

表 5：仓储业务毛利率提升，毛利占比提升

	收入占比			毛利占比		
	仓储业务	装卸业务	代理业务	仓储业务	装卸业务	代理业务
2007	49.95%	42.62%	7.43%	46.01%	45.43%	8.56%
2008	50.93%	42.67%	6.40%	45.68%	47.51%	6.81%
2009	51.41%	44.55%	4.04%	48.15%	48.45%	3.40%
2010	52.01%	45.20%	2.78%	48.21%	48.30%	3.48%
2010H1	50.69%	45.34%		45.67%	49.96%	
2010H2	53.36%	45.07%		50.74%	46.66%	
2011H1	53.26%	43.78%	2.96%	53.43%	41.90%	4.68%

资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，财务费用下降对冲营业外收入减少，间接贡献部分盈利

公司上半年偿还贷款及募集资金到账存款后利息收入增加，虽使财务费用减少。但同时，由于上半年公司码头业务受冲击较大，装卸量较去年同期减少，港口建设费收入因而大幅减少。使得公司代征港口建设费后可收取的返回费用亦大幅减少。另外，今年公司未享受财政补贴。

表 6：上半年营业外收入减少（万元）

	2011H1	2010H1	变动额
政府补助利得 - 政府规费			
货物港务费	237.55	207.53	30.02
港口建设费	153.62	343.76	-190.14
港口设施保安费	33.44	35.37	-1.93
港口征管费	32.58	39.62	-7.04
小计	457.19	626.28	-169.08
政府补助利得 - 财政贴息			

子公司银行贷款贴息拨款	0.00	180.00	-180.00
小计	0.00	180.00	-180.00
合计	457.19	806.28	-349.08

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 7：上半年公司财务费用有较大幅度减少

季度费用统计	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	恒基达鑫	行业均值	恒基达鑫	行业均值	恒基达鑫	行业均值
2009Q3	0.00%	1.45%	6.23%	4.68%	10.81%	0.68%
2009Q4	0.00%	1.45%	8.31%	4.68%	11.92%	0.68%
2010Q1	0.00%	1.29%	10.37%	4.20%	11.53%	0.22%
2010Q2	0.00%	1.13%	7.51%	3.87%	9.45%	0.19%
2010Q3	0.00%	0.98%	8.58%	3.66%	10.24%	-0.02%
2010Q4	0.00%	0.96%	11.63%	3.52%	6.76%	-0.16%
2011Q1	0.00%	0.86%	12.28%	3.25%	6.16%	-0.07%
2011Q2	0.00%	0.96%	9.57%	3.25%	5.31%	-0.25%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 8：恒基达鑫利润简表

	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	4134.57	4037.86	4119.42	4587.61	4177.22	4411.15	4046.50	4078.39
毛利率	47.92%	53.96%	50.03%	55.68%	51.75%	56.07%	54.43%	64.03%
主营利润	1981.41	2178.70	2060.87	2554.21	2161.61	2473.23	2202.36	2611.27
三项费用率	17.03%	20.23%	21.90%	16.96%	18.82%	18.39%	18.44%	14.89%
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	257.46	335.44	427.05	344.53	358.46	513.04	496.87	390.49
财务费用	446.82	481.46	475.02	433.51	427.69	298.02	249.41	216.63
期间费用	704.28	816.90	902.07	778.04	786.15	811.06	746.28	607.11
营业税金及附加	173.74	168.73	171.24	189.68	175.63	185.01	190.57	190.06
资产减值损失	2.08	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	1103.40	1193.07	987.56	1586.49	1199.83	1477.16	1265.51	1814.09
营业外收入	332.34	316.00	294.65	527.13	252.64	306.07	267.64	282.80
利润总额	1435.73	1507.65	1277.69	2102.23	1430.76	1775.67	1532.95	2095.85
所得税费用	280.99	329.08	302.47	464.78	328.60	429.44	451.69	560.82
归属母公司净利润	1,147.05	1,180.11	999.51	1,588.86	1,117.88	1,296.40	1,168.53	1,447.76
净利率	27.93%	29.19%	23.67%	35.69%	26.39%	30.52%	26.72%	37.64%
最新股本	12000.00	12000.00	12000.00	12000.00	12000.00	12000.00	12000.00	12000.00
每股收益	0.10	0.10	0.08	0.13	0.09	0.11	0.10	0.12

资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，境外收入大幅下滑有偶然因素，看好石化长期需求，给予“谨慎推荐”

公司上半年表现不佳，主要是由于境外收入大幅减少。我们认为，下半年石油供应紧俏度将较上半年有所放松，而我国能源需求的长期存在，长三角和珠三角地区已经形成的成熟的产业及其配套，使得公司今年所面对的市场动荡属于偶发动荡。从长期来看，石化需求将保持良好增速。依然看好公司在 12 年新罐投产带来的业绩爆发机会。我们预计，公司下半年可以实现 EPS 0.206 元。2011-2013 年全面摊薄 EPS 分别为 0.426 元、0.630 元和 0.780 元，对应未来三年业绩增速分别为 2.4%、47.88%和 23.81%。给予“谨慎推荐”。

表 9：公司未来扩产计划

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(E)	2013(E)
储罐总产能（万立方米）	36.58	60.18	68.4	68.4	68.4	109	118.9
产能增量（万立方米）		23.6	8.22	0	0	40.6	9.9
产能增速		64.52%	13.66%	0.00%	0.00%	59.36%	9.08%
其中珠海	36.58	36.58	44.8	44.8	44.8	61.1	71
其中扬州		23.6	23.6	23.6	23.6	47.9	47.9

资料来源：Wind，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	173	177	249	301	货币资金	513	296	277	414
营业成本	80	72	102	124	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	92	105	146	177	应收账款	19	3	4	4
% 营业收入	53.5%	59.1%	58.8%	58.9%	存货	0	11	16	19
营业税金及附加	7	7	10	13	预付账款	43	1	2	2
% 营业收入	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	575	312	301	442
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	16	18	25	30	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	9.5%	10.0%	10.0%	10.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	16	11	10	10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.4%	6.5%	4.1%	3.3%	固定资产合计	473	689	773	718
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	27	26	25	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	53	68	101	125	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	30.4%	38.5%	40.6%	41.5%	资产总计	1078	1029	1100	1185
营业外收支	13	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	66	68	101	125	应付款项	17	5	7	9
% 营业收入	38.1%	38.5%	40.6%	41.5%	预收账款	0	4	5	7
所得税费用	15	17	25	31	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	51	51	76	94	应交税费	6	6	9	11
归属于母公司所有者的净利润	50.0	51.1	75.7	93.6	其他流动负债	24	1	1	1
润					流动负债合计	46	16	23	28
少数股东损益	1	0	0	0	长期借款	266	204	204	204
EPS (元/股)	0.42	0.43	0.63	0.78	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	121	121	138	160	负债合计	312	220	227	232
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	729	810	874	953
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	37	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	766	810	874	953
固定资产投资	-60	-257	-135	0	负债及股东权益	1078	1029	1100	1185
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-60	-257	-135	0	EPS	0.417	0.426	0.630	0.780
债券融资	0	0	0	0	BVPS	6.08	6.44	6.97	7.64
股权融资	465	0	0	0	PE	40.66	39.77	26.88	21.73
银行贷款增加 (减少)	-68	-62	0	0	PEG	1.75	1.71	1.16	0.94
筹资成本	18	-19	-22	-24	PB	2.79	2.63	2.43	2.22
其他	-44	0	0	0	EV/EBITDA	14.43	15.87	11.98	9.54
筹资活动现金流净额	371	-81	-22	-24	ROE	6.9%	6.6%	9.0%	10.2%
现金净流量	432	-218	-18	136					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。

张明洪，英国阿斯顿商学院管理会计学士、投资分析硕士，研究物流行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。